

Est-il économiquement raisonnable (et raisonnablement économique) d'emprunter ?

Crise immobilière *au-delà* des Pyrénées (et de l'Atlantique), raison garder *en-deça* ! Ne soyons pas trop optimistes, cette vérité *jusqu'ici* pourrait être démentie *dorénavant*. En effet, la hausse prévisible des taux d'intérêt, la baisse nécessaire des abattements fiscaux pour les propriétaires et des aides aux locataires devraient non seulement limiter la hausse des prix immobiliers, mais peut-être entamer leur décrue... Le recours à l'emprunt pour acquérir un bien immobilier ne va pas tout à fait de soi et il est plus que jamais temps de se demander *à quelles conditions il est raisonnable d'emprunter*. Afin de répondre à cette question, nous dissiperons d'abord une erreur classique avant de préciser l'importance de la destination du bien, de son évaluation et du mode de financement de l'acquisition. L'exemple récent de l'université Paris 1 Panthéon Sorbonne permettra d'illustrer un propos général par des chiffres significatifs.

Une erreur courante

Beaucoup de lecteurs penseront qu'« il vaut toujours mieux rembourser un emprunt que payer des loyers », puisque ceux-ci sont donnés à fonds perdus. On pourrait aussi bien être indifférent au motif que l'argent va toujours à un autre, propriétaire ou banquier. En fait, les choses sont un peu plus compliquées. D'abord parce que, comme nous le verrons, l'annuité d'emprunt est supérieure au loyer. Mais surtout en raison d'un usage qui veut que les intérêts soient payés en premier. Cet usage n'a pas de fondement juridique certain. Toutefois, l'article 1906 du *Code Civil* dispose que « l'emprunteur qui a payé des intérêts qui n'étaient pas stipulés, ne peut ni les répéter ni les imputer sur le capital ». Cela incite les prêteurs prudents à se prémunir contre une baisse des taux éventuelle en anticipant le paiement des intérêts. Le tableau suivant présente la répartition typique entre paiement des intérêts et remboursement du capital.

**Tableau 1 – décomposition de l'annuité d'emprunt de 100
(emprunt à 30 ans à 4,09 %)**

année	intérêts	capital amorti
1	68,71	31,29
2	67,43	32,57
3	66,10	33,90
4	64,71	35,29
5	63,27	36,73
6	61,77	38,23
7	60,20	39,80
8	58,58	41,42
9	56,88	43,12
10	55,12	44,88
11	53,29	46,71
12	51,38	48,62
13	49,39	50,61
14

Comme on le voit, l'amortissement du capital ne dépasse le paiement des intérêts qu'à la treizième année. On ne paie donc pas 4 % d'intérêts par an comme on pourrait le croire naïvement, mais 4 % d'intérêt sur un capital à rembourser qui vaut plusieurs fois l'annuité.

Une conséquence de cet usage est que les premières annuités ne contribuent que faiblement à l'amortissement du capital total. Ainsi, après 10 ans, on n'a remboursé que 23 % environ de la

somme empruntée. Si on doit vendre à ce moment-là, on ne récupérera pas ces 23 % car les droits de mutation, les frais (de dossier, mais aussi les honoraires d'agence ou de conseil) et la pénalité de remboursement anticipé viennent en déduction. En revendant au pair, on ne conserverait vraisemblablement pas 5 % du prix d'achat initial. Et si le prix de vente avait baissé du fait de la conjoncture, il faudrait encore payer pour solder l'opération ! On mesure donc l'importance de la perte liée à une revente anticipée. Il n'est donc pas raisonnable d'emprunter dans tous les cas, c'est pourquoi il convient de s'assurer que le bien est correctement évalué, et qu'on dispose de la capacité de financement pour éviter une revente anticipée à perte.

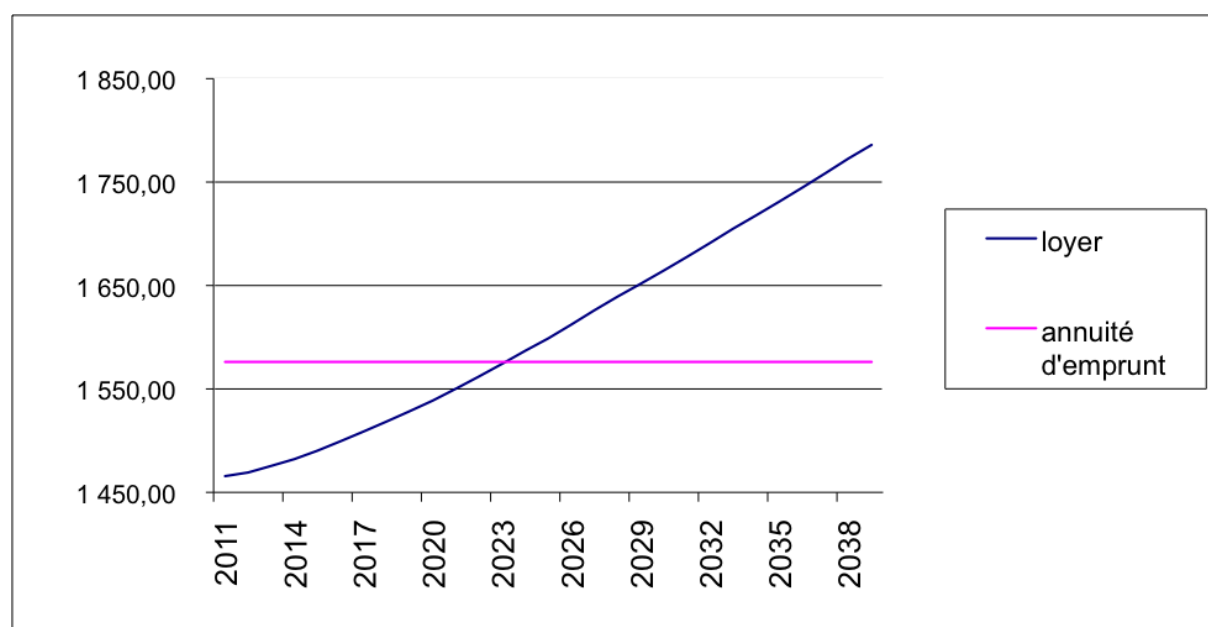
La destination du bien

Précisons que la destination du bien à acquérir n'est pas neutre. Si l'immeuble est destiné à la location, il rapportera des loyers incertains en échange de frais certains. L'équation peut être compliquée, dans le cas d'un particulier ou d'une personne morale de droit privée, par la fiscalité. Pour une administration, l'acquisition d'un bien en vue d'une opération financière paraît de toutes façons contraire aux missions d'une administration ordinaire. Les particuliers et les sociétés commerciales doivent pour leur part considérer que cette activité constitue un métier plus que d'un passe-temps. Les paragraphes suivants en décrivent les contraintes.

L'évaluation du bien

Dès lors que les raisons de l'acquisition sont compatibles avec la mission de l'administration considérée, on doit encore s'interroger sur le prix du bien. Les domaines peuvent fournir une évaluation dont on sait qu'elle est généralement inférieure au prix du marché. Ce prix absolu ne signifie pas grand-chose car il dépend de la conjoncture économique et d'effets de mode locaux. Une évaluation complémentaire et significative peut être obtenue en comparant le loyer au prix de marché (pour le bien considéré ou pour un bien équivalent) au montant de l'annuité calculé avec *le taux d'intérêt le plus bas possible*. Celle-ci doit être évidemment plus élevée que celui-là (puisque'elle garantit l'achat du bien). Mais le montant du loyer doit augmenter avec le temps et dépasser à terme la valeur de l'annuité.

Graphique 1 – valeurs du loyer et de l'annuité d'emprunt en milliers d'euros courants



Sur le graphique, la croissance du loyer est à la fois régulière et faible : à peine 0,8 % par an. Un taux plus élevé ferait ressortir plus évidemment l'intérêt de l'achat, mais les loyers évoluent

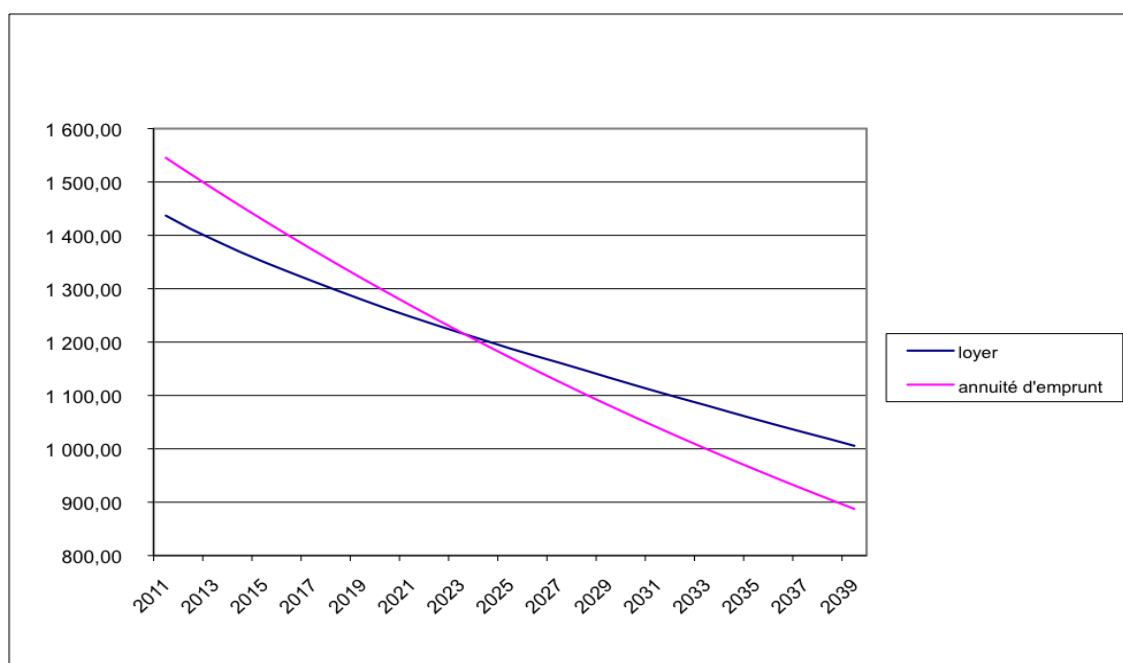
lentement pendant les baux. En revanche, une hypothèse vraisemblable serait que le propriétaire récupère son bien dont le loyer progresse trop peu, et qu'il faille retourner sur le marché pour compléter une location. On aurait alors un rattrapage (cf. graphique 2) qui ne change rien au fond du problème qu'ajouter au coût de la location et faire préférer l'achat.

Graphique 2 – progression discontinue du loyer suite à une rupture du bail



Signalons tout de même que l'inflation diminue la valeur relative de l'annuité d'emprunt. Si on la prend en compte, alors le bénéfice de l'achat est frappant. Le caractère très modéré de la hausse des loyers que nous avons pris comme hypothèse apparaît aussi sur le graphique suivant.

Graphique 3 – valeurs du loyer et de l'annuité d'emprunt en milliers d'euros 2011 (inflation annuelle de 2 %)



Compte tenu de ce que nous venons de dire, le cas de l'acquisition effectuée par l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne était tout à fait particulier puisque l'annuité d'emprunt était plus faible que

le loyer. Sous les réserves prévues au paragraphe suivant, il était donc nécessaire d'acheter. Toutefois, comme on vient de le voir, l'achat est encore raisonnable si le prix conduit à payer une annuité supérieure de 1 % par année d'emprunt au loyer (ce taux correspondant à la hausse annuelle des loyers). Reste à s'assurer des modalités de financement.

Le financement de l'acquisition

Jusqu'ici nous avons raisonné au taux « le plus bas possible ». Or un tel taux correspond en général à des contrats risqués. Depuis l'automne 2008, une polémique a opposé des élus à Dexia au sujet de prêts « toxiques » dont la nature perverse n'est pas sans rappeler les fameux *subprime* américains : un taux très faible, voire nul, les premières années, puis des versements indexés sur des variables financières cabalistiques dont l'interprétation n'est accessible qu'aux initiés. A moins d'avoir déjà goûté ce genre de produits dits *structurés*, ce qui suppose non seulement la foi mais encore une pratique régulière et attestée de la finance, on s'abstiendra d'en faire des festins pour se contenter de souscrire un prêt classique. Il faut encore vérifier que l'acquisition reste intéressante dans ce cas.

Reste que les banques proposent avec insistance des prêts à taux variables indexés sur des taux d'intérêt de référence. S'il s'agit également de produits structurés, ils sont tout de même plus transparents. Le bénéfice qu'ils procurent aujourd'hui (ils permettent d'emprunter une fraction de % au-dessous d'un taux fixe) n'est pas négligeable quand on considère l'effet sur trente ans de l'intérêt. Toutefois la perspective d'une hausse inéluctable des taux d'intérêts doit inviter à la prudence. Si on veut ou doit prendre un taux variable, il faut soit le borner (on parle alors de *cap*) par un taux raisonnable, soit l'indexer sur un produit sage. Dans le cas de l'emprunt contracté par l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, ce produit de référence est le taux du livret A. Comme ce taux commande la rémunération de l'épargne des pauvres, on peut s'attendre raisonnablement à ce que sa progression soit modérée. A moins que la durée de l'emprunt ne nous permette de voir advenir – par la vertu de l'épargne chère à Guizot – la société sans classe : une telle perspective nous consolerait sûrement d'avoir payé un peu plus pour contribuer à une telle évolution.

*
* *

Comme l'a montré Serge Monbec lors de la conférence du 14 décembre, le cas de l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne était idéal puisque l'université pouvait payer moins en empruntant qu'en louant. On a rappelé qu'une petite prime (égale au taux de hausse des loyers multiplié par le nombre d'années d'emprunt) pour l'annuité d'emprunt était facilement admissible, à condition qu'on achète le bien pour l'occuper et que le financement de l'acquisition soit assuré sans recourir à des produits structurés baroques et mortifères dont on laissera la jouissance aux apothicaires de la finance. On inviterait volontiers les administrations à suivre cet exemple, toutefois la *loi de programmation des finances publiques pour les années 2011 à 2014*¹ leur a fermé par son article 12 la voie de l'emprunt pour plus d'un an. Ces conseils restent heureusement valables pour les pères et mères de famille avisés et prudents.

¹ (LOI n° 2010-1645 du 28 décembre 2010 publiée au JORF n°0301 du 29 décembre 2010 page 22868).